



### Российская отрасль авиаперевозок: большой потенциал роста и не только Аэрофлот

Пересмотр прогнозов по сектору и начало покрытия Трансаэро

3 августа 2011 г.

Старший аналитик: Андрей Рожков rozhkov\_a@metropol.ru  
 Аналитик: Александр Маринов marinov\_a@metropol.ru  
 Младший аналитик: Анна Долайчук dolajchuk\_a@metropol.ru

Клиентские операции, Москва: +7 (495) 933 3303  
 Аналитика, Москва: +7 (495) 933 3316  
 Клиентские операции, Лондон: +44 (207) 439 6881

#### ▲ Мы начинаем покрытие Трансаэро, второго крупнейшего российского авиаперевозчика, с рекомендации «Покупать»

Мы расширяем покрытие российской отрасли авиаперевозок, присваивая рекомендацию «Покупать» акции Трансаэро, второй крупнейшей российской авиакомпании. Согласно нашей оценке по модели ДДП, справедливая стоимость акций компании составляет 11,50 долл. США за акцию, что указывает на потенциал роста, равный 66%.

#### ▲ Мы подтверждаем рекомендацию «Покупать» акции Аэрофлота, потенциал роста которых составляет 38%

Мы обновили нашу модель Аэрофлота после того, как компания приобрела новые дальнемагистральные авиалайнеры Boeing и продала акции Нордавиа. Пересмотр модели компании также включает в себя более консервативный прогноз по доходной ставке, а также увеличение прогноза по темпу роста цены на нефть. Пересмотр модели привел к снижению нашей справедливой стоимости акций компании на 2,8%, до 3,42 долл. США за акцию, что, тем не менее, указывает на потенциал роста в 38%. Мы подтверждаем рекомендацию «Покупать» акции Аэрофлота.

#### ▲ Российский рынок авиаперевозок может существенно расширяться

В настоящее время всего 7% населения России пользуется услугами авиаперевозчиков, а коэффициент авиационной подвижности россиян составляет всего 0,4 против 0,8 в Венгрии и 0,7 в Литве. Таким образом, российские показатели продолжают указывать на перспективу роста.

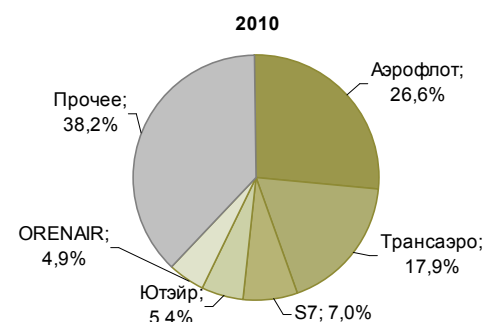
Основываясь на нашем анализе динамики пассажирооборота, а также на нашем прогнозе по ВВП на 2011 и 2012 гг., мы ожидаем, что в период 2010-2015 гг. пассажирооборот будет расти среднегодовым темпом, равным 9,8%, что соответствует показателю в государственной стратегии развития транспорта до 2030 г., предусматривающему среднегодовой рост пассажирских авиаперевозок на 8,4-9,5% в период 2010-2020 гг.

#### ▲ Доходная ставка российских авиакомпаний все еще является одной из самых низких в мире, что указывает на существенный потенциал роста

Доходная ставка российских авиакомпаний все еще является одной из самых низких в мире. Доходная ставка европейских авиаперевозчиков, являющихся основными конкурентами российских авиакомпаний, превышает показатели российских компаний в среднем на 24%. Учитывая данное неравенство, российские авиакомпании обладают возможностями по существенному увеличению доходной ставки. Мы считаем, что доходная ставка российских авиаперевозчиков может вырасти более чем на 30% в долгосрочной перспективе и достичь порядка 0,11 долл. США на пасс.-км., что будет соответствовать среднеевропейским показателям.

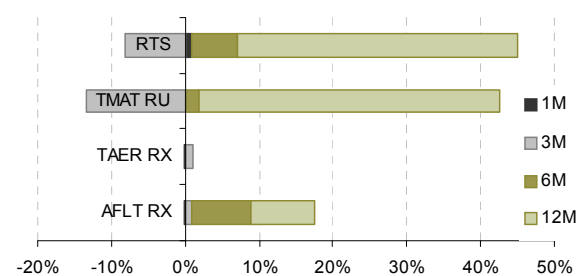
Bloomberg	AFLT RX	TAER RX
Рекомендация	Покупать	Покупать
Последняя цена, долл. США	2,47	6,93
Предыдущ. справ. стоим., долл. США	3,52	
Новая справ. стоим., долл. США	3,42	11,50
Изменение, %	-2,8%	
Потенциал роста/снижения	38%	66%
Рыночная капитал., млн. долл. США	2 832	1 060
EV, млн. долл. США	4 241	2 490
Выпущ. обыкнов. акции, млн.	1 082	153
Максимум за 52 нед., долл. США:	2,72	6,70
Минимум за 52 нед., долл. США:	1,78	6,49
В свободном обращении	20%	8%
Средн. оборот за нед., млн. долл. США	2,49	0,12
Динамика роста цен за последние:		
1 месяц	0,3%	2,9%
3 месяца	-2,2%	4,1%
С начала года	-12,6%	
12 месяцев	-11,7%	

Структура рынка российских авиаперевозок, 2010



Источник: ФАВТ

Динамика котировок



Источник: Bloomberg

## Инвестиционный сценарий и заключение

Мы расширяем покрытие российской отрасли авиаперевозок, начиная покрытие компании Трансаэро, второго крупнейшего российского авиаперевозчика. Наша справедливая стоимость акций Трансаэро составляет 11,50 долл. США за акцию, что предполагает потенциал роста на 66%. Мы рекомендуем «Покупать» акции Трансаэро.

После того, как Аэрофлот приобрел новые дальнемагистральные авиалайнеры Boeing и продал акции Нордавиа, мы обновили нашу модель компании. Пересмотр модели компании также включает в себя более консервативный прогноз по доходной ставке, а также увеличение прогноза по темпу роста цены на нефть, являющейся ориентиром для цены на авиатопливо. Пересмотр модели привел к снижению нашей справедливой стоимости акций компании на 2,8%, до 3,42 долл. США за акцию, что, тем не менее, указывает на потенциал роста в 38%. Мы подтверждаем рекомендацию «Покупать» акции Аэрофлота.

В пользу нашей рекомендации по акциям Аэрофлота также говорит позитивный прогноз по темпу роста пассажирооборота в России, а также долгосрочный потенциал роста доходной ставки. Решение о выпуске невозвратных билетов может также оказать положительное влияние на пассажирооборот в среднесрочной перспективе, а отмена НДС может привести к росту пассажирооборота на внутренних рейсах.

## Факторы роста отрасли

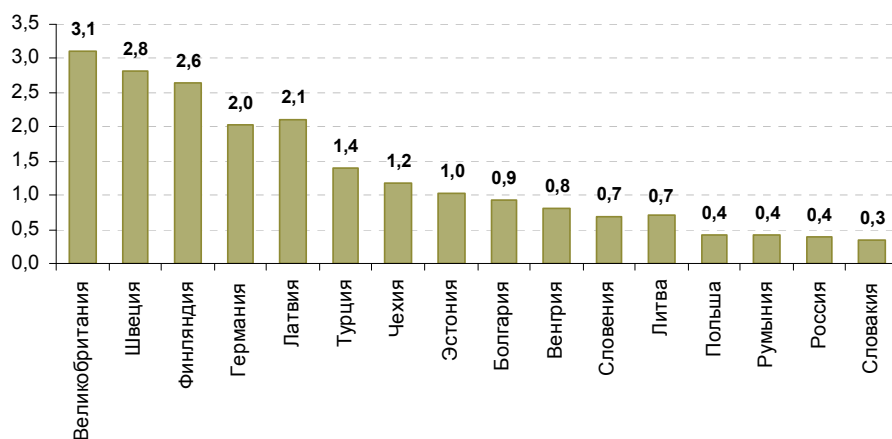
### Позитивный прогноз по росту пассажирооборота

Фундаментальные показатели российского рынка авиаперевозок продолжают демонстрировать положительную динамику

Несмотря на 30%-ный рост российского рынка авиаперевозок в 2010 г., мы считаем, что фундаментальные показатели компании остаются на высоком уровне. В настоящее время всего 7% населения России пользуется услугами авиаперевозчиков, а коэффициент авиационной подвижности россиян составляет всего 0,4 против 0,8 в Венгрии и 0,7 в Словении, рассматриваемых нами в качестве наиболее сопоставимых с Россией восточноевропейских стран. Коэффициент авиационной подвижности населения развитых стран варьируется от 2,0 до 3,1, что предполагает потенциал роста данного показателя в России в долгосрочной перспективе.

**Рисунок 1:**

Коэффициент авиационной подвижности населения



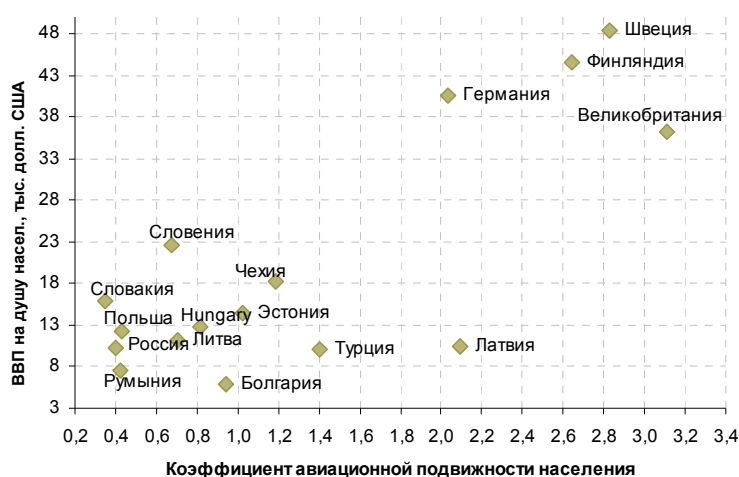
Источник: Расчеты ИФК Метрополь

## Анализ указывает на прямую взаимосвязь между ВВП в расчете на душу населения и коэффициентом авиационной подвижности населения

В нашем отчете, опубликованном 10 декабря 2009 г. (*Аэрофлот – Повышение справедливой стоимости и рекомендации*), мы указали на существование прямой взаимосвязи между пассажирооборотом и темпом роста ВВП, что также предполагает наличие взаимосвязи между ВВП в расчете на душу населения и коэффициентом авиационной подвижности населения (см. рис. 2).

### Рисунок 2:

Коэффициент авиационной подвижности населения и ВВП в расчете на душу населения, млн. долл. США



Источник: Расчеты ИФК Метрополь, МВФ

## Коэффициент авиационной подвижности населения растет быстрее при более низких показателях ВВП на душу населения

Наш анализ также указывает на то, что темп роста коэффициента авиационной подвижности населения обратно пропорционален ВВП на душу населения. В странах с относительно низкими показателями ВВП на душу населения, таких как Россия, темп роста коэффициента авиационной подвижности населения, как правило, опережает показатели стран с более высоким ВВП на душу населения, таких как Чехия, Венгрия или Эстония.

## Мы ожидаем, что в период 2011-2015 гг. среднегодовой темп роста пассажирооборота составит 9,8%

Наш анализ темпов роста коэффициента авиационной подвижности населения вместе с нашим прогнозом по росту ВВП России (5,3% в 2011 г. и 7,4% в 2012 г.) подтверждают наш прогноз в отношении среднегодового роста пассажирооборота, равного 9,8% в период 2010-2015 гг. Данный прогноз впервые прозвучал в нашем отчете, посвященном компании Аэрофлот, от 10 декабря 2009 г.

## Долгосрочный прогноз Правительства на 2010-2020 гг. предусматривает среднегодовой темп пассажирооборота в диапазоне 8,4-9,5%

Наш прогноз соответствует государственному плану развития транспорта до 2030 г., предусматривающему рост коэффициента авиационной подвижности населения до 0,9-1 к 2020 г. и до 1,7 к 2030 г. Такой темп роста предполагает, что среднегодовой рост пассажирооборота в период 2010-2020 гг. будет варьироваться от 8,4% до 9,5%, а в период 2020-2030 гг. данный показатель будет находиться в диапазоне 5,4-6,5%.

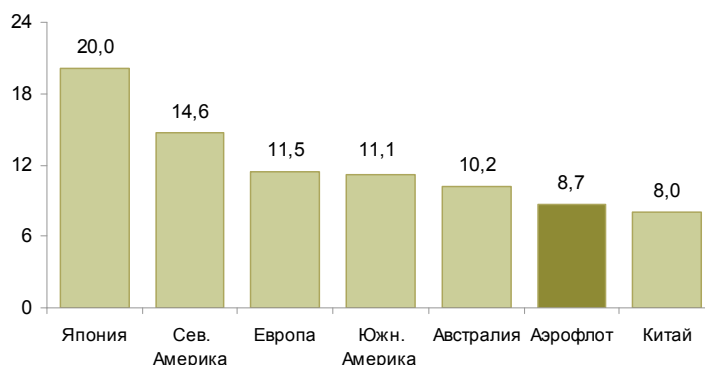
## Рост доходной ставки

Доходная ставка российских авиакомпаний все еще является одной из самых низких в мире, что указывает на существенный потенциал роста

Доходная ставка российских авиакомпаний все еще является одной из самых низких в мире. Доходная ставка европейских авиаперевозчиков, являющихся основными конкурентами российских авиакомпаний, превышает показатели российских компаний в среднем на 24%. Учитывая данное неравенство, российские авиакомпании обладают возможностями по существенному увеличению данного показателя.

### Рисунок 3:

Средняя доходная ставка, центов США на пасс.-км., в разбивке по регионам



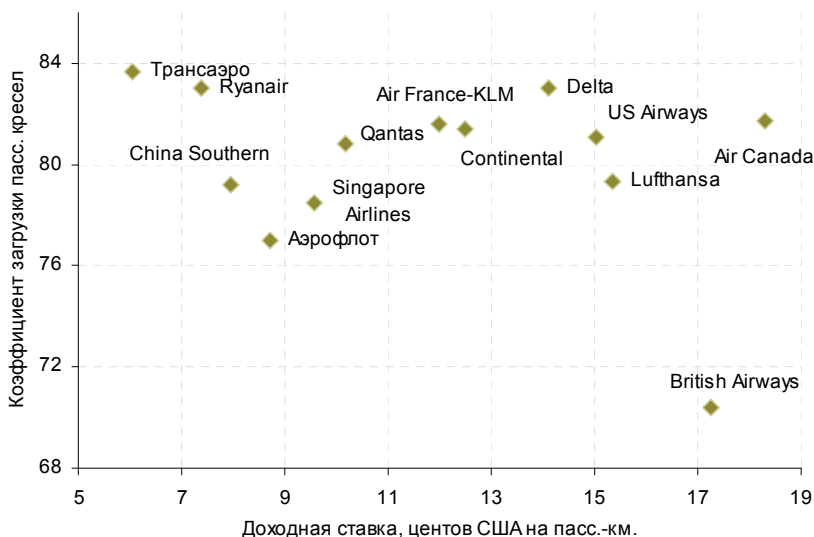
Источник: Bloomberg

В долгосрочной перспективе доходная ставка российских авиакомпаний, деноминированная в долларах США, может вырасти на 32%

Мы считаем, что российские авиакомпании обладают хорошими возможностями по улучшению доходной ставки, учитывая отставание данного показателя от уровней иностранных авиаперевозчиков. Вместе с этим, необходимо отметить и тот факт, что коэффициент загрузки кресел российских авиакомпаний также, как правило, отстает от показателей иностранных конкурентов. Например, коэффициент загрузки кресел Аэрофлота отстает от аналогичных показателей всех основных конкурентов, за исключением British Airways. Учитывая это, мы считаем, что российские авиаперевозчики обладают потенциалом по улучшению коэффициента загрузки кресел, а доходная ставка, деноминированная в долларах США, может вырасти более чем на 30% в долгосрочной перспективе и достигнуть порядка 0,11 долл. США на пасс.-км., что будет соответствовать средневропейскому уровню.

### Рисунок 4:

Доходная ставка и коэффициент загрузки пассажирских кресел в разбивке по авиакомпаниям



Источник: Bloomberg

## Отмена НДС на авиабилеты на внутренних рейсах и появление невозвратных билетов

Российские власти уже двигаются по пути повышения конкурентоспособности российских авиалиний на международном рынке. В частности, российские авиаперевозчики уже увеличили требуемое время налета для пилотов с 800 до 900 часов в год, что, тем не менее, ниже по сравнению с западноевропейскими странами и США, где обязательное время налета составляет 900-1000 часов в год. Несмотря на то, что расходы на заработную плату пилотам и экипажу составляют всего 2,7-3% от совокупных операционных расходов, принятые меры могут привести к улучшению операционной рентабельности приблизительно на 0,3 п.п.

### Отмена НДС на билеты на внутренних рейсах может повысить конкурентоспособность авиатранспорта перед ж/д транспортом

В среднесрочной перспективе Правительство планирует отменить НДС на билеты на внутренних рейсах, благодаря чему цены на билеты снизятся на 15%. Мы считаем, что данная мера может повысить конкурентоспособность авиатранспорта перед ж/д транспортом, а также может привести к увеличению пассажирооборота на внутренних рейсах.

### Ввод невозвратных тарифов может привести к улучшению коэффициента загрузки кресел и операционной эффективности

Правительство РФ планирует ввести невозвратные тарифы для бюджетных авиакомпаний. Однако в связи с отсутствием определения того, какие авиакомпании в России являются бюджетными, мы считаем, что данная мера может стать выгодной для всех авиаперевозчиков. На наш взгляд, покупая невозвратные билеты, пассажиры будут стараться не отменять свои поездки, что приведет к увеличению коэффициента загрузки пассажирских кресел. Помимо этого, авиакомпании смогут выиграть от снижения операционных издержек, учитывая сокращение необходимой бумажной работы для оформления возвратов. Оба фактора окажут положительное влияние на операционную эффективность.

## Риски

### Жесткая конкурентная борьба оказывает давление на доходную ставку российских авиакомпаний

На российском рынке авиаперевозок наблюдается жесткая конкурентная борьба. В России зарегистрировано 160 авиакомпаний, тогда как во Франции их 37, в Германии – 70, а Великобритании – 40. Мы считаем, что такое количество авиаперевозчиков, а также создание ряда бюджетных российских авиакомпаний (которые выполняют рейсы из тех же аэропортов, что и крупнейшие перевозчики) оказывают давление на доходную ставку, которая на 24% ниже среднего уровня европейский авиакомпаний.

Мы считаем, что уровень конкурентной борьбы на российском рынке авиаперевозок будет оставаться высоким в долгосрочной перспективе, однако ожидаем, что рынок станет более сегментированным в зависимости от качества предоставляемых услуг. Результатом увеличения сегментированности рынка станет больший диапазон цен, в частности, в зависимости от класса предоставляемых услуг. Благодаря этому отставание доходной ставки от уровней иностранных конкурентов также будет сокращаться.

## Рост цен на нефть приведет к увеличению расходов

Расходы на закупку авиатоплива являются основной статьей расходов авиакомпаний. В 2008 г. доля расходов на авиатопливо в общем объеме операционных расходов Аэрофлота составила 36%, Трансаэро – 48%. Несмотря на то, что благодаря улучшению уровня топливной эффективности и снижению цен на авиатопливо расходы Аэрофлота на закупку авиатоплива в 2010 г. снизились до 25% от совокупных операционных расходов, а показатель Трансаэро сократился до 38%, данная статья расходов остается существенным компонентом операционных расходов.

В нашей модели мы использовали наш прогноз по динамике цены на нефть WTI в качестве ориентира для прогноза цен на авиатопливо. В соответствии с прогнозами аналитиков нефтегазового сектора ИФК Метрополь, в период 2011-2014 г. средняя цена на нефть WTI будет расти на 6,9% ежегодно и, таким образом, увеличится с 96 долл. США за баррель в 2011 г. до 104 долл. США в 2014 г. Несмотря на то, что данный прогноз основан на фундаментальных показателях нефтяного рынка, рынок крайне чувствителен к спекуляции, так как цена на нефть учитывает геополитический риск. Таким образом, ввиду спекулятивной компоненты, которая будет иметь место в течение некоторого времени, цена нефти может превысить прогноз аналитиков ИФК Метрополь, а темпы роста операционных расходов авиакомпании может превысить прогнозируемые, в связи с чем наша оценка справедливой стоимости акций компании может показаться сверхоптимистичной. Однако авиакомпании смогут частично смягчить влияние высоких цен на нефть путем хеджирования рисков, введения топливных сборов и повышения топливной эффективности. При этом авиаперевозчикам не удастся полностью устранить связанное с ростом цен на топливо негативное влияние на операционную рентабельность.

## Нехватка высококвалифицированных летных экипажей может сдерживать рост авиакомпаний

Стремительное расширение парка воздушных судов российских авиакомпаний привел к нехватке высококвалифицированных летных экипажей. Проблема усугубляется тем, что российское законодательство запрещает найм иностранных пилотов. В настоящее время проблема стала не такой острой благодаря повышению максимального годового налета с 800 до 900 часов. В среднесрочной перспективе частичное решение проблемы может быть связано с переходом экипажей из мелких авиакомпаний в крупные авиалинии, где уровень заработной платы более привлекателен. Тем не менее, учитывая серьезные темпы роста пассажирооборота и прогнозируемый уверенный рост отрасли в целом, нехватка высококвалифицированных экипажей может сыграть роль сдерживающего фактора.

## Нехватка авиалайнеров может привести к росту операционных расходов для авиаперевозчиков

Рост мирового пассажирооборота привел к нехватке авиалайнеров и повышению стоимости лизинга. Авиакомпании, не имеющие долгосрочных контрактов для расширения имеющегося парка воздушных судов, могут пострадать от роста операционных расходов.





## ОФИС В МОСКВЕ

ИФК Метрополь  
Москва, 119049 Донская ул 13, стр 1

## ОФИС В ЛОНДОНЕ

Metropol UK Limited  
Princes House, 38 Jermyn Street, London, SW1Y 6DN

## БИРЖЕВЫЕ ОПЕРАЦИИ

Телефон в Москве: +7(495) 933 38 83  
Телефон в Лондоне: +44 20 7439 68 81

## КЛИЕНТСКИЕ ОПЕРАЦИИ

Телефон в Москве: +7(495) 933 33 03  
Телефон в Лондоне: +44 20 7439 68 81

## АНАЛИТИЧЕСКИЙ ДЕПАРТАМЕНТ

### Марк Рубинштейн

Директор Аналитического Департамента

Телефон: +7(495) 223 08 86

E-mail: rubinstein@metropol.ru

## БАНКОВСКИЙ СЕКТОР, ЭКОНОМИКА, СТРАТЕГИЯ

### Марк Рубинштейн

Старший аналитик  
Телефон: +7(495) 223 08 86  
E-mail: rubinstein@metropol.ru

### Марина Карапетян

Младший аналитик  
Телефон: +7(495) 933 33 16 доб. 1418  
E-mail: karapetjan\_m@metropol.ru

## ДОЛГОВОЙ РЫНОК

### Пётр Кадыш

Руководитель управления  
Телефон: +7(495) 933 33 16 доб. 1410  
E-mail: kadish\_p@metropol.ru

### Фёдор Корначев

Аналитик  
Телефон: +7(495) 933 33 16 доб. 1430  
E-mail: kornachev\_f@metropol.ru

## НЕФТЕГАЗОВАЯ ПРОМЫШЛЕННОСТЬ

### Сергей Вахрамеев

Старший аналитик  
Телефон: +7(495) 933 33 16 доб. 1433  
E-mail: vahrameev\_s@metropol.ru

### Наталья Поскребышева

Младший аналитик  
Телефон: +7(495) 933 33 16 доб. 1372  
E-mail: poskrebysheva\_n@metropol.ru

## ПОТРЕБИТЕЛЬСКИЕ ТОВАРЫ

### Татьяна Бобровская

Старший аналитик  
Телефон: +7(495) 933 33 16 доб. 1414  
E-mail: bobrovskaya\_t@metropol.ru

### Татьяна Елизарова

Младший аналитик  
Телефон: +7(495) 933 33 16 доб. 1416  
E-mail: elizarova\_t@metropol.ru

## ТРАНСПОРТНЫЙ СЕКТОР И ИНФРАСТРУКТУРА

### Андрей Рожков

Старший аналитик  
Телефон: +7(495) 933 33 16 доб. 1420  
E-mail: rozhkov\_a@metropol.ru

### Александр Маринов

Аналитик  
Телефон: +7(495) 933 33 16 доб. 1427  
E-mail: marinov\_a@metropol.ru

### Анна Долайчук

Младший аналитик  
Телефон: +7(495) 933 33 16 доб. 1374  
E-mail: dolajchuk\_a@metropol.ru

## ХИМ. ПРОМЫШЛЕННОСТЬ, МЕТАЛЛУРГИЯ

### Сергей Фильченков

Аналитик  
Телефон: +7(495) 933 33 16 доб. 1422  
E-mail: filchenkov\_s@metropol.ru

### Анна Антонова

Младший аналитик  
Телефон: +7(495) 933 33 16 доб. 1425  
E-mail: antonova\_a@metropol.ru

## ЭЛЕКТРОЭНЕРГЕТИКА

### Константин Рейли

Старший аналитик  
Телефон: +7(495) 933 33 16 доб. 1446  
E-mail: reyli\_k@metropol.ru

### Светлана Семенова

Младший аналитик  
Телефон: +7(495) 933 33 16 доб. 1436  
E-mail: semenova\_s@metropol.ru

## РЕДАКЦИОННЫЙ ОТДЕЛ

### Ричард Прайс

Редактор  
Телефон: +7(495) 933 33 16 доб. 1428  
E-mail: price\_r@metropol.ru

### Виктория Шишкина

Переводчик/Продакшн  
Телефон: +7(495) 933 33 16 доб. 1412  
E-mail: shishkina\_v@metropol.ru

### Алла Чубаковская

Переводчик/Продакшн  
Телефон: +7(495) 933 33 16 доб. 1494  
E-mail: chubakovskaya@metropol.ru

## ПОДТВЕРЖДЕНИЕ АНАЛИТИКОВ И ОТКАЗ ОТ ОТВЕТСТВЕННОСТИ

© 2009 ООО «ИФК «МЕТРОПОЛЬ» (далее МЕТРОПОЛЬ). Все права защищены.

Предметом настоящего отчета является предоставление справочной информации о компании или компаниях (собираательно «Компания») и ценных бумагах. Данный отчет выполнен аналитиком(ами), имя (имена) которого(ых) указано(ы) на титульном листе настоящего отчета. Все взгляды и позиции, изложенные в данном отчете о какой-либо ценной бумаге или эмитенте, отражают личные взгляды данного аналитика касательно любого анализируемого эмитента/ценной бумаги.

Настоящий отчет является полностью независимым суждением на момент публикации, так как был подготовлен независимо от «Компании» и отражает исключительно точку зрения аналитика. В связи с этим «Компания», ее директора и работники не несут какой-либо ответственности за содержание данного отчета, а, соответственно, вся информация, представленная в настоящем отчете, не может считаться точной, справедливой и полной.

Данный отчет не может являться оценкой стоимости бизнеса и активов «Компании» в связи с тем, что представляет собой независимое суждение и не отвечает целям, предусмотренным законодательством Российской Федерации и иных стран СНГ в сфере деятельности по оценке стоимости. Ни одно лицо не несет какой-либо ответственности за потери, возникшие в связи с использованием данного отчета. Информация, содержащаяся в данном отчете, не может использоваться для окончательного принятия инвестиционных решений в отношении ценных бумаг «Компании».

Информация и анализ, представленные в отчете, не могут быть прямо или косвенно связаны с частной рекомендацией(ями) или мнением(ями). Все данные отчета могут быть использованы аналитиками до его публикации. Аналитики получают вознаграждение в зависимости от деятельности и услуг, направленных на обеспечение выгоды инвесторам, являющимся клиентами МЕТРОПОЛЬ, а также дочерних компаний (собираательно «Фирма»). В зависимости от рентабельности деятельности «Фирмы», аналитики получают вознаграждение, которое включает выручку от ведения прочих видов деятельности подразделениями «Фирмы».

МЕТРОПОЛЬ и компании, входящие в группу компаний «МЕТРОПОЛЬ», или их сотрудники могут совершать любые сделки с ценными бумагами или другими инструментами, упомянутыми в настоящем отчете, а также предоставлять различные услуги в отношении них, действовать в качестве директора или иного лица «Компании», упомянутой в настоящем отчете. МЕТРОПОЛЬ последовательно придерживается политики, направленной на предотвращение и устранение существующего или возможного конфликта интересов.